

# 财政赤字货币化:理论与实践

刘思源

**内容提要** 在全球经济下行及各国普遍实施低利率趋势的背景下,财政赤字货币化与达里奥结合 MMT 提出的第三种货币政策的效果成为学术讨论的一个热点话题。从本质来看,两者均主张使用货币政策为财政政策融资,强调货币政策和财政政策的配合,但是从概念定义角度则有狭义和广义之分。狭义的财政赤字货币化,央行处于隶属地位,旨在通过印钞或资产负债表调整,直接为财政赤字融资,且无需偿还。广义的财政赤字货币化侧重于央行和财政的配合,央行通过提供流动性支持,间接为财政支出提供资金,虽然依然以央行的货币政策目标为准,但造成了财政赤字货币化的效果。本文在理论分析的基础上,通过比较各国在实施财政赤字货币化实践中得出的经验教训,为中国财政赤字货币化实施建言献策,即当前中国政策空间充足,财政政策发力需货币政策适度配合;危机时刻可以实施广义赤字货币化,但要把握适度原则,长期则要依靠改革开放推动经济发展。

**关键词** 财政赤字货币化 货币政策 财政政策

**Abstract** In the context of the global economic downturn and the widespread implementation of low interest rates in various countries, the effect of monetization of fiscal deficits and the third monetary policy proposed by Dario combined with MMT has become a hot topic of academic discussion. In

essence, both advocate the use of monetary policy to finance fiscal policy, and emphasize the coordination of monetary policy and fiscal policy, but there are narrow and broad definitions from the perspective of conceptual definition. In the narrow sense of monetization of fiscal deficits, the central bank is in a subordinate position, and aims to directly finance fiscal deficits without repayment by printing money or adjusting balance sheets. In a broad sense, monetization of fiscal deficits focuses on the coordination between the central bank and the fiscal. The central bank provides liquidity support to indirectly finance fiscal expenditures. Although it is still based on the central bank's monetary policy objectives, it has resulted in the effect of monetization of fiscal deficits. On the basis of theoretical analysis, this paper compares the experiences and lessons learned from the practice of monetization of fiscal deficits in various countries, and provides suggestions for the implementation of China's monetization of fiscal deficits. That is to say, the current policy space in China is sufficient, and the fiscal policy needs to be moderately coordinated with monetary policy; the broad sense monetization of deficits can be implemented in times of crisis, but the principle of moderation must be grasped, in the long run, it will rely on reform and opening up to promote economic development.

**Keywords** Monetization of fiscal deficits  
Monetary policy Fiscal policy

## 一、引言

自2008年金融危机发生至今,世界各主要经济体宏观调控政策腾挪的空间普遍缩小:货币政策方面,面临零利率下限,几乎无降息空间;财政政策方面,随着各项刺激政策的出台,各国财政支出大幅增加,然而由于经济低迷,财政收入增加困难,赤字不断扩大,政府债务规模快速触及上限。面对财政赤字持续增加的现实,加之2019年底突如其来的新冠肺炎疫情,实体经济发展再次受到巨大冲击,解决政府财政赤字过大的问题愈显紧迫,而财政赤字货币化则是目前被政府和学界所广泛讨论的一种解决方式。那么,究竟什么是财政赤字货币化?财政赤字货币化的实践效果如何呢?

## 二、理论依据与概念界定

当前关于财政赤字货币化的理论主要包括两种:一是现代货币理论(Modern Monetary Theory, MMT),二是达里奥结合MMT提出的第三种货币政策(Monetary Policy 3, MP3)。两者在政策主导权的决定以及具体操作方面有所不同。但是两者在本质上均倡导通过货币政策为财政刺激政策进行融资,加强货币政策与财政政策的协调和配合。

### (一) 理论依据

#### 1. 现代货币理论

现代货币理论起源于20世纪90年代,主要继承和发展了国家货币理论、内生货币理论、功能性财政、金融不稳定假说和部门平衡等经济学理论,逐步形成一套理论体系。从主要内容来看,可以概括为以下三点:一是现代货币理论

的基础是主权货币理论。该理论认为货币是一种政府债务凭证,即主权货币,不与任何商品和其他货币挂钩,只与未来税收债权相对应(孙国峰,2019)。货币实际是由政府垄断发行的,政府通过支出创造货币,形成货币投放,政府收入形成货币回笼。由于政府拥有征税和决定税收缴纳形式的权力,居民必须使用规定主权货币缴税,决定了主权货币的地位不可动摇。货币流通量等于政府赤字,随着经济规模的不断扩大,政府赤字率可能不变,但赤字规模不断扩大,则对应货币量提升。二是主权货币制度,政府不会对内违约,理论上政府开支不存在约束。现代货币理论认为,由于政府通过财政支出创造货币,政府支出不受制于收入限制,因此财政平衡没有意义,央行可以通过印钞为政府提供资金支持(Michell, 2019)。部门平衡理论框架下,一个部门的赤字等于其他部门的盈余,在国际收支平衡的情况下,私人部门的盈余只能来自于政府部门的赤字,财政赤字使公众财富总额增加,一味追求财政平衡将导致私人部门财富难以增加。三是财政政策侧重功能财政,通胀是政府债务的实质制约。现代货币理论认为,应该把财政政策作为调节经济的最主要工具,代替央行管理总需求,承担实现经济体充分就业和控制通胀的职能,这就要求财政支出有较强的逆周期性,在经济总需求不足时施行大规模刺激计划。由于赤字规模等于经济体的货币量,如果财政过度支出,会导致通胀压力提升,作为经济的内在稳定器,财政可通过灵活调整税收实现货币回笼以控制通胀。

学界对于现代货币理论的主要批判是其基于的主权货币理论与当前的信用货币创造体系大相径庭,Coats(2019)表示,部分学者批评该理论否定法律赋予央行的独立性,只是简单解释了对中央银行和财政部门的合并思想。当前主要经济体货币创造均遵循“央行—商业银行”的货币创造方式,央行提供基础货币,商业银行通

过“贷款创造存款”形成广义货币。但现代货币理论提倡的财政主导、政府开支不存在约束等思想逐步被桑德斯等美国民主党左派所用,为其大规模的政府支出计划背书。

## 2. 第三种货币政策(MP3)

在传统货币政策逐步失效的背景下,Dalio(2019)提出第三种货币政策的框架设想。他认为,第一种货币政策(MP1)主要指利率调控,第二种货币政策(MP2)主要指量化宽松,而1980年以来,主要国家和经济体利率不断下台阶,逐步接近零利率水平。全球金融危机后,量化宽松政策出台,但创造的货币和信贷增长仍然无法有效刺激经济复苏。未来需要考虑将财政政策与货币政策结合起来的MP3。

从主要内容来看,MP3提倡货币政策与财政政策的密切配合,对经济产生更加直接的影响。传统货币政策的作用方式偏重通过利率、信贷、资产价格、汇率等渠道间接影响经济体需求,而MP3则提倡在坚持央行独立性的基础上,通过央行代财政支出,或者支持财政融资,促进财政政策更加直接地作用于企业和个人,刺激消费和投资。从传导途径来看,人民银行国际司课题组将其总结为三个方面,一是增加公共支出直接影响GDP、就业和收入;二是通过提高家庭收入来刺激消费;三是通过增发货币提高通胀预期,压低实际利率,促进资本投资。<sup>①</sup>从表现形式来看,MP3可包含多种政策操作:一是财政赤字货币化,由央行直接购买国债,同时约定各类无需偿还的条款,不增加政府债务负担,实现直升机撒钱;二是量化宽松,由央行在二级市场购买国债,为政府债务发行提供流动性,但到期仍需偿还;三是央行直接印钞发放给私人部门,促进消费;四是债务减计,即央行直接在资产负债表上对政府债务规模进行缩减。在第三种货币政策框架设想中,MP3保持央行的独立性,属于央行货币政策工具箱,只不过要求央行

承担更多财政职能。

## (二) 概念界定

总结当前关于财政赤字货币化的理论和学界讨论,本质上均为货币政策为财政政策融资,然而从操作方式来看有直接和间接之分,分别对应狭义和广义的概念,同时央行的独立性和政策初衷也有所不同。

### 1. 狭义财政赤字货币化

狭义的财政赤字货币化,央行处于隶属地位,通过印钞或资产负债表调整,直接为财政赤字进行融资,且无需偿还,不增加政府未来偿债负担,当财政支出时,基础货币永久性增加。包括但不限于三种方式:央行直接发行法定货币计入国库。在央行的资产负债表上表现为资产端的对政府债权增加,以及负债端的政府存款增加;央行在一级市场购买国债。政府先发行无息永续债,或其他零息且无需还本的债券,央行进行全额购买,该种机制在央行的资产负债表上表现与第一种相同,同样资产端的对政府债权增加,以及负债端的政府存款增加;债务减计,即政府通过货币贬值等方式实现政府债务规模削减。

### 2. 广义财政赤字货币化

广义的财政赤字货币化侧重于央行和财政的配合,央行通过提供流动性支持,间接为财政支出提供资金,而目标依然以央行的货币政策目标为准。包括但不限于两种方式:

第一种方式是央行在二级市场购买政府债券。政府发行国债融资后,首先社会资金购买,造成基础货币下降,然后央行在二级市场买入国债,释放流动性,基础货币回升。两者综合后,在央行资产负债表上表现为资产端的对政府债权增加,以及负债端的政府存款增加,政府支出时,同样基础货币增加。然而与狭义财政赤字货币化不同,央行在二级市场购买国债仍需偿还,因此长期来看对货币供给没有影响。

从操作方式来看,买入国债的操作实际与央行公开市场操作相似,然而力度以及效果有显著差别,公开市场操作规模较小,主要是调控银行间市场流动性,而广义财政赤字货币化则配合国债大规模发行,主要是为财政融资。

第二种方式是为政府债券发行提供流动性支持。政府发行国债融资后,社会资金购买国债导致市场流动性收缩,基础货币回笼,市场利率提升,影响货币政策目标。作为配合,央行通过在二级市场向银行等金融机构提供流动性,表现为资产端央行对其他存款性公司债权增加,负债端投放基础货币,降低市场利率水平。两者综合后,在央行资产负债表上表现为,资产端对其他存款性公司债权增加,负债端政府存款增加,政府支出时,同样基础货币增加。在这一操作中,央行货币政策操作的主要目的是维持货币政策目标,同时达到间接为财政赤字融资的效果。

从方式来看,为金融机构提供流动性与央行货币政策工具相似,然而同样力度和效果也有显著差别,央行货币政策工具规模相对较小,且期限多短于1年,而财政赤字货币化操作则期限更长,主要目的是为购买国债机构提供流动性。

### 三、财政赤字货币化实施的经验与教训

财政赤字货币化并非宏观调控的新工具,狭义和广义的财政赤字货币化均已在多个国家实践过。从效果来看,狭义的财政赤字货币化造成严峻后果,不可取,而广义的财政赤字货币化的合理性是当前争论的焦点,既有一定必要性,副作用也同样显著。

#### (一) 狭义财政赤字货币化的经验与教训

本文总结两类使用狭义财政赤字货币化手段的经济体,一是战争年代发达经济体,典型代

表为20世纪20年代的德国,用印钞购买国债、制造通胀,以消化战争借款;二是和平年代个别外债高的经济体,典型代表为阿根廷,央行长期向政府转移资金,央行独立性降低,Fabris (2018)认为所有恶性通胀现象都表现为央行独立性低,通过印钞支付预算赤字。

1.魏玛共和国(1918—1924年):印钞失控,助长纳粹上台

一战后的德国面临巨额战争赔款,入不敷出。经济上,工业生产尚未恢复到战前水平,但需面临1053亿马克的战时债务和1320亿马克的战后赔款,政府债务占GDP的比重高达913%,财政赤字高达15%。政治上,1918年成立的魏玛共和国力量弱小,对外被迫签订巨额赔款条约,对内受到强大的左右翼势力摆布,难以依靠大幅征税弥补赤字。央行大量印钞购买国债。政府面对高额赔款和赤字,向德国帝国银行施压印钞购买债券来弥补赤字,1919年纸马克流通量为500亿,1923年指数型增长4960万万亿,人们彻底丧失货币信心。直到1923年11月央行废除纸马克,以1万亿纸马克兑换1元新马克。1924年魏玛政府颁布《银行法》,规定帝国银行独立于政府,并恢复金本位,终止了赤字货币化。

后果:恶性通胀,侵蚀社会根基。1)恶性通胀、汇率贬值。从1919年1月到1923年12月,德国的物价指数上涨了4815亿倍;美元与马克的比率从1921年1月1:64下滑到1923年11月1:4.2万亿。2)经济方面,赤字货币化之初的温和通胀增加了就业和出口,但1923年转为恶性通胀后,马克形同废纸,1921—1923年爆发严重经济危机,企业破产,失业率高达28%。3)社会层面,恶性通胀使居民财富化为乌有,中产阶级受损最为严重,产生浓厚的反民主、反政府情绪,侵蚀社会根基,助长纳粹上台成为不稳定因素。

2.阿根廷(1960年至今):常态化无限量财

政透支,陷入中等收入陷阱

背景: 财政困局,政权更迭。经济上,二战以来阿根廷经济增长放缓,但一方面依然维持不切实际的高福利,积累了巨额财政赤字;另一方面错误实施进口替代工业化战略,提高关税,产生巨额贸易逆差(高庆波,2015)。政治上,20世纪40年代以来阿根廷政权频繁更迭,被民粹主义绑架,财政纪律废弛,走上财政赤字货币化道路。

央行直接向政府转移资金。早在20世纪60年代,阿根廷政府开始依赖印钞弥补财政赤字,1975—1990年货币增速保持在三位数,1989年飙升至2000%以上。直到1991年实行货币局制度,每发行1比索必须要有1美元背书,货币超发、高速通胀问题得到暂时控制,但外债增加、财政紧缩难以持续,2002年货币局制度破产,阿根廷央行彻底成为政府的“提款机”,并持续至2018年。阿根廷典型的财政赤字货币化方式包括: 1) 临时预支: 法律允许阿根廷央行为政府提供12个月以内、总额不超过12%基础货币的临时预支,截至2019年该项占央行总资产的10%。2) 利润转移: 因外汇贬值,阿根廷央行将持有外汇储备产生收益上缴政府,2017年转移600亿比索。3) 置换债务: 政府以比索计价的债务置换央行外汇储备,再通过货币贬值稀释债务。

后果: 恶性通胀、外汇贬值、陷入中等收入陷阱。阿根廷长期无视货币规律,陷入“财政赤字—印钞或举债—进一步增加赤字”的恶性循环。1) 对内恶性通胀: 阿根廷1975—1990年通胀率平均625%,1989年最高达到4000%,截至2019年通胀率仍维持52%,居高不下。2) 对外汇率暴跌: 高通胀削弱本币购买力,引发汇率贬值、资本外流、外储缩水、债务违约等一系列问题,2018年阿根廷比索贬值幅度超过50%,外汇储备缩水40%。3) 对实体经济: 高通胀和不断贬值的汇率扰乱经济秩序,严重损害微观主体

储蓄投资意愿,贫富分化严重,基尼系数2002年最高达到0.53,经济增长大幅波动,深陷中等收入陷阱。

## (二) 广义财政赤字货币化的经验与教训

广义财政赤字货币化的最典型案例就是各国的量化宽松政策(QE),美国和日本均在经济受到冲击或经济低迷阶段采取量化宽松政策刺激经济。从效果来看,广义财政赤字货币化有助于经济复苏,然而负面影响不可小觑。

1. 美国(2008—2014年): 经济复苏,但负面影响显著

背景: 次贷危机爆发,实体经济严重衰退。2004—2006年,美国持续紧缩的货币政策刺破房地产泡沫,次贷危机爆发,并在2008年演变成全球金融危机。2008年一季度起美国经济快速下滑,GDP同比增速从4.7%降至-3.6%,失业率从5%上升至9%,CPI从5.6%跌至-2.1%。

美联储迅速采取一系列救市措施试图拯救经济。一方面,美联储迅速进入降息通道,2007年9月至2008年12月,美联储连续八次降息,联邦基金目标利率由5.25%降至0.25%。另一方面,从2008年9月起,开始大规模发行国债,每月新发行国债规模达8000亿美元左右,此前仅约为4000亿美元左右。

通过三轮量化宽松,间接为部分财政赤字融资。大规模的国债发行缺乏资金承接,会造成市场流动性收紧,国债利率大幅上行,作为对冲,维护央行货币政策目标,从2008年11月起,美联储开展三轮量化宽松: 第一轮量化宽松,美联储直接在二级市场购买国债、MBS、机构债等资产;第二轮量化宽松采用扭曲操作,购买长期国债;第三轮量化宽松,集中购买MBS,向市场释放流动性。

美联储在开始推行QE时,强调QE只不过是加强版的公开市场操作,然而从实际效果来看,三轮量化宽松实现了两个效果: 一是美联储直接在二级市场购买国债,实现部分财政赤字

货币化,从2009年到2014年,美联储持有国债规模从4000亿美元左右提高到2.7万亿美元,成为除了海外国际投资者、养老金以外最大的国债持有方。二是美联储为其他机构购买国债提供流动性,间接实现财政赤字货币化。从2009年到2014年,美联储对其他金融公司债权大幅上升,由此前不到1000亿美元提升到2万亿美元,与此同时美国国债持有者中,共同基金、保险公司持有规模迅速提升,由2万亿美元左右提高到4万亿美元,说明美联储实际上向其他金融机构持有国债提供流动性支持。

效果:财政赤字货币化一定程度上帮助美国走出危机,但同时积累风险。2009年一季度美国经济触底回升,2014年10月,美国失业率下行至危机以来的最低,为5.7%,通胀维持在2%左右,GDP稳定在4%左右。整体来看,及时有效的量宽政策帮助美国经济从泥潭中走出,但同时政策的负面影响同样显著。

首先,梅冠群(2018)认为,量宽造成市场流动性极度宽松,虽然没有形成通胀压力,但间接生成美股泡沫。量宽政策后,美国基础货币规模大幅增加,从危机前的8000亿美元规模快速上升到2014年的4万亿美元,然而由于实体需求相对较为疲弱,广义货币供应量并未出现明显提升,CPI保持稳定。然而过剩的流动性对于资产价格产生显著影响,催生美国股市11年长牛,2008—2019年美国道琼斯指数年均复合涨幅达14.8%。2020年受新冠肺炎疫情影响,美股遭遇三次熔断,引发流动性危机。

其次,大规模的财政赤字造成美国国债规模逼近上限,货币政策被动维持宽松,政策操作空间接近耗尽。截至2019年底,未偿国债余额已达22.7万亿美元,逼近联邦债务法定上限,如果不提高上限,美国财政资金将迅速告竭。另一方面,货币政策长期宽松,次贷危机后,联邦基金目标利率维持0.25%低位长达7年,2016年美联储短暂进入加息通道后,政策利率仅回

到2.5%,远低于次贷危机前5%的利率水平,历次宽松政策下,降息幅度均超过前期加息幅度,货币政策空间逐步狭窄。

最后,财政赤字货币化难以退出。财政赤字货币化作为逆周期调控的工具,本质上是以时间换空间,理应在经济好转复苏时退出。然而从美国实践来看,由于经济复苏的稳定性较差,新的经济增长动能迟迟没有出现,政策难以退出,除2016年进入加息通道,2018年美联储短暂缩表后,2020年美联储再度走上扩表进程。

2.日本(2001年至今):经济复苏但仍低迷,政策空间狭小

相较于美国的部分财政赤字货币化,日本广义财政赤字货币化实施的时间更长,规模更大,更为典型。

背景:泡沫经济、亚洲金融危机、次贷危机陆续冲击日本经济。20世纪80年代末,日本主动上调政策利率、严厉管控房地产贷款和土地交易,股市和房市出现断崖式下跌。泡沫破灭后,日本GDP增速持续下滑,1993年9月首次降至零下为-0.5%,同时通缩逐步加深。1997年亚洲金融危机再度冲击日本经济,连续两年陷入衰退,1999年GDP增速降至-1.6%。次贷危机席卷全球后,日本经济遭受重创,2009年GDP增速降至-6%,并且长期面临通缩压力。

面对经济增长低迷,日本持续进行财政发力刺激经济,赤字及债务规模不断扩大。从90年代末到2006年,日本国债月均发行额从6万亿日元左右提升至15万亿日元,此后经历短暂下降。次贷危机后,每月新发国债规模再度回到14万亿日元左右,截至2019年底,未偿国债余额接近1000万亿日元。

方式:开创QE先河,并逐步发展至QQE。巨额的国债发行需要资金支持,日本央行成为首选,从2001年到2019年间,日本已开启三轮

量化宽松,购买规模以及购买范围不断扩大。

1) 2001年3月开启全球首次量化宽松操作,购买金融机构的长期国债、股票及其他有担保证券,截至2006年3月,日本央行购买资产总规模达到63万亿日元。2) 金融危机后日本重启量化宽松操作,扩大国债购买规模,随后将购买范围扩大到商业票据、公司债、指数基金、房地产投资信托基金等,并进行资金支持操作,总规模达35万亿日元。3) 2013年,日本开启质化和量化宽松政策(QQE),大幅提高长期国债、指数基金、房地产投资信托基金以及贷款支持计划的规模,承诺购买规模达80万亿日元。

日本三轮量化宽松实现了较为典型的广义财政赤字货币化。日本央行在二级市场大量购买国债后,在央行资产负债表资产端,对政府债权规模从100万亿日元提高到500万亿日元,在央行资产负债表负债端,基础货币规模同样大幅增长。三轮量化宽松后,当前日本央行已成为国债最大持有方,持有国债占比接近50%。

效果: 财政赤字货币化在日本实行效果并不理想,三轮量宽后经济仅弱复苏,且政策的负面影响较美国更加严重。第一轮量化宽松后,日本GDP在2003年二季度、CPI在2004年四季度均开始有转正迹象,但远低于泡沫前水平,实体经济没有显著好转。第二、三轮量化宽松后,日本经济仍然没有改变低增长和低通胀状态,GDP增速长期低于2%,长期处于通缩区间。与此同时,政策的负面影响逐步积累。

首先,财政赤字货币化后,日本政府存量债务规模庞大,杠杆水平成为全球最高国家之一。当前日本政府以美元计价的债务规模达10万亿,在主要经济体中仅次于美国。政府杠杆率已超过200%,是全球政府杠杆率最高的国家之一。目前日本经济运行整体较为稳定,虽然存量债务规模庞大,但投资者短期并不担心日本经济会陷入债务兑付违约、财政赤字恶化与经

济全面衰退风险,使得巨量债务得以延续。然而庞大的存量债务,不可避免成为威胁国内经济增长和国际金融稳定的不利因素。

其次,货币政策宽松空间逐步穷尽。在利率调控方面,日本自2016年起正式实施负利率政策,而巨额的政府债务利息支出倒逼负利率政策难以退出,利率调控失效。在量化宽松方面,当前日本央行已经成为国债的第一大持有方,未来或将面临买无可买的局面,数量调控同样面临天花板。

最后,政策已出现明显依赖性(张启迪,2019)。当前日本财政收入大量依赖国债发行,国债发行收入占财政收入的比重接近40%,债务规模难以压缩。此外,2006年日本曾短暂退出QE,然而金融危机后,日本再度祭出更大规模的QE,政策依赖性明显。

### (三) 经验教训

总结国际经济体进行财政赤字货币化的操作,整体来看,狭义财政赤字货币化不可取,Xing(2019)在研究日本财政赤字时发现,一旦政府开始不计后果地印钞,就不能保证它会停止,因为无限量印钞政治吸引力极高,施政者难以放弃。从实施效果来看,金融秩序上,货币购买力完全丧失,国家信用破产,不得不更换法定货币;经济上,恶性通胀、汇率贬值,经济秩序紊乱,损害微观主体生产活力;社会上,恶性通胀使居民财富化为乌有,中产阶级受损最为严重,产生浓厚的民粹主义情绪,加剧社会不稳定因素。概括而言,即狭义财政赤字货币化不可取,广义财政赤字货币化有助于经济复苏,广义财政赤字货币化的实施有一定合理性,但其副作用同样显著。

从本质来看,广义财政赤字货币化是货币政策和财政政策的配合,货币政策依然遵循货币政策目标,央行保持独立性,未突破央行直接向财政透支的红线。而通过货币政策操作,实质上间接为政府债务融资,造成了财政赤字货

币化的效果。

从效果来看,广义财政赤字货币化解决了财政发力的资金来源问题,而经济下行期需求萎缩,财政发力和赤字货币化的配合是刺激经济最有效的方式之一,且从美日的案例来看,并没有给经济体带来严重的通胀问题。但同时副作用也较为显著,包括催生资产价格泡沫、积累债务风险,同时政策依赖性大、难以退出,未来政策空间显著缩小等。

财政赤字货币化作为宏观调控的工具,同样是“以时间换空间”,度过危机后,根本上还是要靠技术进步、结构性改革激发经济长期增长活力。

#### 四、中国实施财政赤字货币化的政策分析

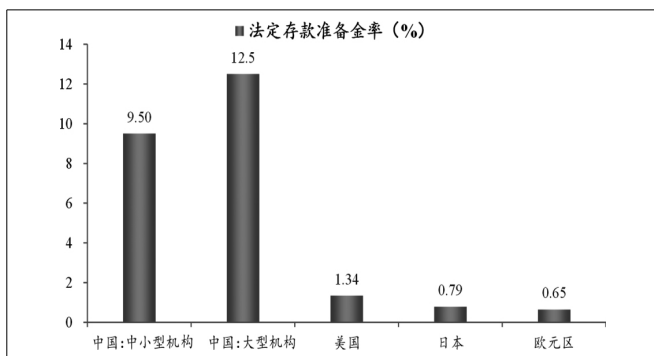
##### (一) 中国当前政策空间充足

无论是狭义还是广义的财政赤字货币化,均是应对巨大外部冲击和内生困局、常规政策空间耗尽的无奈之举,饮鸩止渴。根据历史案例,魏玛共和国面临巨额战争赔款,政府部分杠杆率高达913%,阿根廷2001年货币局制度瓦解时,面临1520亿美元的外债压力,2002—2004年政府杠杆率平均133%,两害相权取其

轻,使用狭义财政赤字货币化手段制造通胀、稀释债务压力。美国2008年次贷危机后经济衰退明显,联邦基金目标利率低至0.25%,赤字率一度超过10%,日本则面临泡沫经济破灭后长期低迷,2001年贴现率0.1%,政府杠杆率130%,财政货币空间逼仄,为刺激经济开启量化宽松。

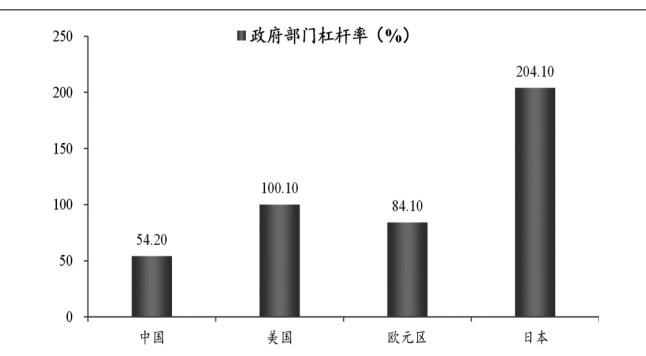
当前中国政策空间充足,实行财政赤字货币化必要性不大。货币政策上,截至2020年5月,中国大型金融机构和中小型金融机构法定存款准备金率分别为12.5%和9.5%,远高于美国1.34%、欧元区0.65%、日本0.79%;中国1年期MLF利率2.95%,7天逆回购利率2.2%,远高于美国联邦基金利率0.05%、欧元区基准利率0%、日本政策目标利率-0.1%。财政政策上,2019年中国政府部门杠杆率54.2%,远低于美国100%、欧元区84%、日本204%,政府加杠杆空间充足。据统计数据,2019年末中国地方政府债务21.31万亿元,地方政府债务率约为82.9%,低于国际通行的警戒标准。中央政府债务为16.8万亿元,全国政府债务与GDP比较得到的政府债务率约为38.5%,低于一般国家特别是欧盟提出的60%警戒线,较2018年末政府债务率37%保持稳定态势并低于新兴市场国家的水平。

表5 中国法定存款准备金率空间充足



资料来源: Wind, ECB, BOJ

表6 中国政府部门杠杆率较低



资料来源: Wind



## (二) 财政困境客观存在,需要货币政策配合发挥合力

当前中国财政困境客观存在。近年来中国经济下行压力加大,叠加减税降费,财政收入放缓,受新冠肺炎疫情冲击,2020年1—4月一般公共预算收入同比下降14.5%,而财政支出同比下降2.7%,财政缺口客观存在,催生财政赤字货币化热议。但即使是美日欧等发达经济体,也没有突破财政纪律红线,而是通过央行在二级市场大量购买国债、或向购买国债机构提供流动性支持的方式,满足财政资金需求,央行仍保持独立性。

财政发力“拉绳子”效果明显,更加直接刺激需求。财政政策与货币政策作用不同,财政政策结构效应明显,针对性强,减税降费、适度超前,在扩内需、降成本、调结构、稳预期上均能发挥作用,具有逆调节属性,在经济下行周期能够更加有效刺激需求;货币政策效果更多体现在总量上,降准降息等工具在释放流动性、降低融资成本上效果突出,但对结构性通胀、信用分层等结构性问题的作用较为有限。在危机应对中,货币政策可以及时切断流动性危机向金融危机蔓延链条,但过度依赖货币政策,容易陷入流动性陷阱,就像“推绳子”作用乏力,财政政策在需求刺激、经济衰退方面作用更大,像“拉绳子”效果明显。

财政发力需要货币政策配合,可以考虑以下形式:首先,优先施行财政赤字债务化,依靠社会资金消化。根据央行原副行长吴晓灵测算,银行和非银机构购买政府债券的资金体量分别达5万亿元和0.8万亿元,有足够资金容纳财政发债。其次,如果出现挤出效应,推高国债收益率,可以由央行公开市场操作,调节收益率曲线,但数量和价格以货币政策目标为准。再次,如果央行公开市场操作还不足以满足市场流动性需求,可以考虑降准或向银行等金融机构提供流动性。最后,如果上述方法均穷尽,再考虑

从二级市场直接大规模买入国债,但需要作出临时特殊安排,确保危机消退后退出路径通畅。

## (三) 财政赤字货币化可以作为危机应对临时之举

危机时刻可以实施广义赤字货币化,但要把握适度原则,做好退出路径安排。未来面对不确定性的经济社会变化,如果权衡利弊后仍判断不得不启用财政赤字货币化,需要警惕资产价格泡沫、系统性风险等负面影响,保持密切的金融监管态势,加强宏观审慎政策与货币政策配合,完善金融监管制度,及时补齐金融监管漏洞,防范局部金融风险爆发,稳步化解金融体系风险。

长期来看,中国经济发展处于过渡阶段,长期发展潜力巨大,应大力推动经济结构性调整,释放新时代的改革红利。应对经济危机,除政策工具箱的短期刺激,更应对长期经济结构进行改革,深化放开金融、能源、电信等基础领域准入,培育新的经济增长点。深化国企改革,落实竞争中性。发展多层次资本市场,完善间接融资到直接融资渠道,鼓励企业自主研发及科技创新,通过产业组织结构设计培育新经济新技术,保护知识产权,充分调动企业家积极性。

完善经济法制体系建设,在外商进入的同时,提高外资使用效率。建立高质量发展的考核体系,鼓励地方政府完善行政管理环境,提高服务质量,构建公平竞争、法制健全的市场环境。

注释:

①《央行国际司课题组:从国际比较看央行与财政的最优安排》, <http://finance.sina.com.cn/roll/2020-05-14/doc-iircuyvi3132854.shtml>。

②《吴晓灵:中国财政赤字货币化问题辨析》, <http://www.pbcsf.tsinghua.edu.cn/portal/article/index/id/4749.html>。

参考文献:

①高庆波《阿根廷债务危机:起源、趋势与展望》,《国

际经济评论》2015年第6期。

②梅冠群《近期美国股市剧烈震荡的成因、趋势及影响》，《中国发展观察》2018年第5期。

③孙国峰《对“现代货币理论”的批判》，《中国金融》2019年第15期。

④闫坤、孟艳《现代货币理论与货币政策、财政政策协调配合的3.0版》，《学习与探索》2020年第2期。

⑤张启迪《现代货币理论：无稽之谈还是只做不说》，《金融市场研究》2019年第10期。

⑥Coats, W., Modern monetary theory: A critique. Cato Journal, Vol.39, No.3, 2019.

⑦Dalio, R., It's time to look more carefully at 'Monetary Policy 3 (MP3)' and 'Modern Monetary theory (MMT)'. Bridgewater Daily Observations, April 30, 2019.

⑧Fabris, N., Challenges for modern monetary policy.

Journal Of Central Banking Theory And Practice, Vol.7, No.2, 2018.

⑨Michell, J., Book review: Mitchell, William, L. Randall Wray and Martin Watts (2019): Macroeconomics, London, UK (573 pages, Red Globe Press, softcover, ISBN 978-1-137-61066-9). European Journal Of Economics And Economic Policies: Intervention, Vol.16, No.3, 2019.

⑩Xing, Y., Do Japanese economic puzzles validate modern monetary theory?. East Asian Policy, Vol.11, No.4, 2019.

(作者单位: 北京工业大学都柏林国际学院)

责任编辑 希雨

(上接第47页)

⑫魏下海《基础设施、空间溢出与区域经济增长》，《经济评论》2010年第4期。

⑬谢兰云《中国省域R&D投入对经济增长作用途径的空间计量分析》，《中国软科学》2013年第9期。

⑭张浩然、衣保中《基础设施、空间溢出与区域全要素生产率——基于中国266个城市空间面板杜宾模型的经验研究》，《经济学家》2012年第2期。

⑮张军、吴桂英、张吉鹏《中国省际物质资本存量估算：1952—2000》，《经济研究》2004年第10期。

⑯张学良《中国交通基础设施促进了区域经济增长吗——兼论交通基础设施的空间溢出效应》，《中国社会科学》2012年第3期。

⑰Aschauer, D. A., Is public expenditure productive?. Journal Of Monetary Economics, Vol.23, No.2, 1989.

⑱Boarnet, M. G., Spillovers and locational effects of public infrastructure. Journal Of Regional Science, Vol.38, No.3, 1998.

⑲Cohen, J. P. and Morrison, C. J., Public infrastructure investment, interstate spatial spillovers, and manufacturing costs. Review Of Economics And Statistics, Vol.86, No.2, 2004.

⑳Evans, P., Are government activities productive? Evi-

dence from a panel of U.S. states. Review Of Economics And Statistics, Vol.76, No.1, 1994.

㉑Hall, R. E. and Jones, C. I., Why do some countries produce so much more output per worker than others?. Quarterly Journal Of Economics, Vol.114, No.1, 1999.

㉒Holtz-Eakin, D. and Schwartz, A. E., Spatial productivity spillovers from public infrastructure: Evidence from state highways. International Tax & Public Finance, Vol.2, No.3, 1995.

㉓LeSage, P. and Pace, R. K., Introduction To Spatial Econometrics. Boca Raton, FL: CRC Press, 2009.

㉔Merriman, D., Public capital and regional output: Another look at some Japanese and American data. Regional Science And Urban Economics, Vol.20, No.4, 1991.

㉕Nurkse, R., Problems Of Capital Formation In Underdeveloped Countries. Oxford: Basil Blackwell, 1953.

㉖Rosenstein-Rodan, P. N., Problems of industrialisation of Eastern and South-Eastern Europe. Economic Journal, Vol.53, No.210-211, 1943.

(作者单位: 中国人民大学应用经济学院)

责任编辑 徐敬东